

香港貨幣政策的目標是使港元滙率在聯繫滙率制度下保持穩定。跟往年一樣金融管理局在一九九五年順利達到此目標。年內，美元兌港元的滙率保持接近但略為偏強於7.80的固定滙率。年初，香港與其他亞洲區新興市場均出現貨幣投機活動，金融管理局迅速採取有效的措施，其中包括持續數天調高短期利率。除此之外，本港利率一直緊貼美元利率，並於下半年呈現向下調整的跡象。

香港的貨幣體制

自一九八三年十月起實行的聯繫滙率制度，為香港的貨幣政策提供穩健的支柱。聯繫滙率制度屬於「貨幣發行局」制度，主要特點是本地貨幣的發行有百分之百的外幣準備金的支持，而外幣準備金和本地貨幣是以固定滙率兌換。在香港，由三家商業銀行發行紙幣。在聯繫滙率制度之下，法例規定三家發鈔銀行必須持有負債證明書，支持所發行的鈔票，而在發行及贖回負債證明書時，採用1美元兌7.80港元的固定滙率。至於外幣市場，港元滙率由供求關係決定。由於發行及贖回負債證明書採用固定滙率，港元兌美元的滙率一直穩定在接近7.80的聯繫滙率水平。當資金流入或外流而引致市場滙率顯著偏離聯繫滙率時，金融管理局可調整利率來維持滙率穩定。在適當的時候，金融管理局可進行外滙市場干預及貨幣市場操作，以穩定滙率。

任何貨幣管理體制的成效關鍵在於貨幣政策及系統的公信力。香港政府全力支持聯繫滙率，加上貨

幣政策目標保持一致、清晰和高透明度，使貨幣政策的公信力日益提高。另一方面，香港擁有穩健的經濟基礎、完善的貨幣管理制度、縝密的公共財政計劃、豐厚的財政儲備，以及健全的銀行業務，鞏固了貨幣系統的可靠性，進一步加強貨幣管理體制的成效。

一九九五年港元滙率

年內，港元兌美元滙率一直保持平穩，大部分時間在7.730至7.745之間窄幅上落（圖一）。一月中，墨西哥金融危機過後，港元及其他亞洲貨幣出現短暫投機活動。一月第一個星期，港元滙率開始回軟至7.758水平。第二個星期港元出現沽售壓力，港元滙率於一月十二日早上被推至7.772水平。金融管理局迅速採取有效的措施打擊投機活動，除進行外滙市場干預外，還輔以貨幣市場操作。因購入港元而從銀行同業市場抽走的流動資金沒有立即投回市場，致使一月十三日早上的銀行同業流動資金出現短缺達60億港元。因此，銀行同業隔夜拆息率由6厘上升至12厘，而

1
1995



HONG KONG Exchange Fund Ordinance (Chapter 66)

Certificate of Indebtedness for \$10,000,000

This certificate

(Chapter 66) represents the debt of the Government of the Hong Kong Special Administrative Region without interest to the bearer of the certificate

for the amount of dollars ten million

and is redeemable at any time at its face value or at such other value as may be determined by the Secretary.

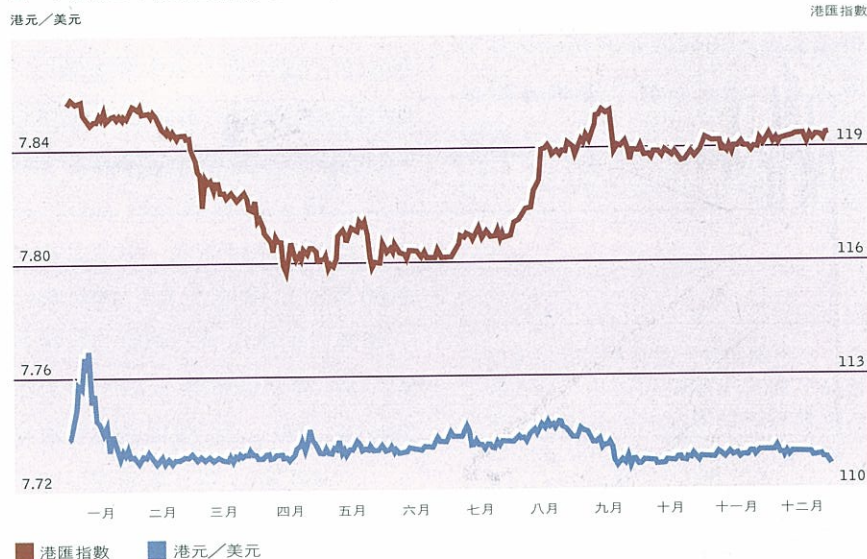


港元匯率隨後開始反彈。至其後一周的周末時，匯率已回升至投機活動開始前的水平。結果，港元波幅少於0.4%，遠比其他亞洲貨幣的波幅低。（例如：泰國銖是3.6%，而菲律賓披索是2.7%）

接近四月底時流傳著有關鄧小平健康的謠言，使港元匯率由7.738水平稍為回軟至7.742水平。一個星期後，謠傳沉寂，匯率回升至7.735水平。八月第三個星期時，由於市場氣氛受穆迪對香港經濟的評論所影響，加上海峽兩岸的政治形勢日趨緊張，以及本地股票市場出現調整，港元匯率輕微下跌至7.746水平。金融管理局於八月中從銀行同業市場抽走10億港元，使銀行同業隔夜拆息率由5.25厘上升至6厘，匯率則於九月中旬回升至7.736水平。至於本地股票市場，部分由於受外資流入的影響，在接近年底時止跌回穩，恆生指數由十一月中的9,288點上升至年底的10,073點。同時，港元匯價也略有回升，年底報7.732水平。

在聯繫匯率之下，港元整體匯率主要受美元與其他主要貨幣匯率的影響。由於市場普遍擔心墨西哥金融危機對美國經濟帶來負面影響，加上美國利率高企，以及美國貿易赤字增加，美元匯率在一九九五年上半年普遍下跌，一九九五年初，1美元分別兌100.67日圓和1.557馬克，四月十九日已分別下

圖一：港元匯率及港匯指數（九五年一月至十二月）



跌至79.7日圓和1.345馬克。然而，由於中央銀行聯手採取干預措施，美元於八月迅速回升。其後隨着美國經濟前景的改善，和日本的金融體系問題，美元繼續獲得支持。年底，美元匯率分別報103.40日圓及1.4365馬克，而在港匯指數(EERI)¹中舉足輕重的人民幣，其兌美元匯率則保持穩定。港匯指數受上述因素所影響，由一九九五年初的123.6水平，下跌至四月十九日的117.7低點，其後於九月回升至123.5水平，年底報122.7（圖一）。

銀行同業流動資金管理

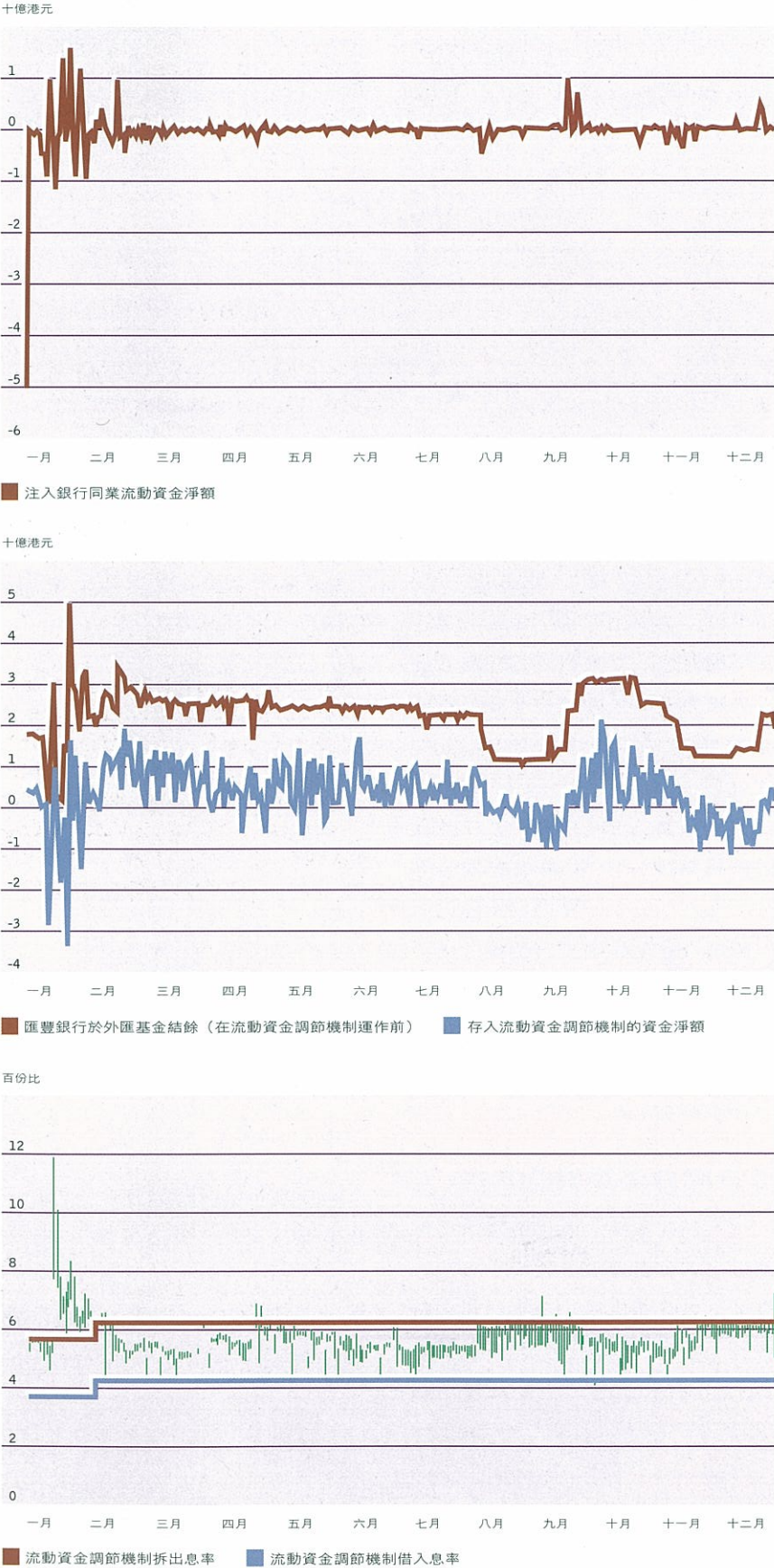
一九九五年，港元貨幣市場保持穩定，金融管理局曾於季末注入資金，以舒緩市場季節性的資金緊絀情況。管理銀行於外匯基金的「結餘」顯示，由一月至八月，銀

行同業流動資金水平在大部分時間均穩定於25億元左右。

八月，港元匯率有回軟跡象，流動資金從銀行同業市場被抽取，使「結餘」減少至12億元。其後，匯率回復穩定，金融管理局又逐漸在同業市場注資。大約十一月中，銀行同業隔夜拆息率再度回軟，與美元利率的差距也呈擴大趨勢。金融管理局遂從市場抽走過多的流動資金，使「結餘」減少至12億元。一九九五年底，管理銀行「結餘」達19.5億元，而一九九四年底為22億元（圖二）。

在調節銀行同業流動資金時，藉著購入外幣（包括貨幣掉期），或買入實際上由美元全面支持的外匯基金票據和債券，可增加「結餘」的數額。換言之，如「結餘」有

圖二：貨幣市場操作及銀行同業隔夜拆息率變動情況（一九九五年一月至十二月）



任何增加，外匯基金中的美元資產必然相應地增加，這符合了「貨幣發行局」制度的安排。

流動資金調節機制，亦即香港式的貼現窗，可協助銀行對流動資金頭寸作日終前的最後調整。擁有額外流動資金的銀行可通過流動資金調節機制，將額外資金存入金融管理局。另一方面，透過外匯基金票據與債券及其他認可債務票據的回購協議安排，銀行可獲隔夜流動資金貸款。一九九五年，流動資金調節機制的日均存款淨額為3.31億元（圖二）。

港元利率

在聯繫匯率制度下，港元利率走勢緊貼美元利率。一九九四年的升勢持續，美國貼現率及聯邦基金利率在一九九五年二月二日進一步調高50個基點。翌日，金融管理局按相同的幅度，分別調高流動資金調節機制借入及拆出息率至4.25厘及6.25厘。七月，聯邦基金利率下調25個基點，結束自一九九四年二月以來利率持續上揚的趨勢。十二月，聯邦基金利率進一步下調25個基點。在上述兩個情況中，金融管理局均沒有調整流動資金調節機制息率，這是因為美國貼現率並沒有變動，而聯邦基金利率則維持在流動資金調節機制借入及拆出息率的範圍內。

除了一月外，年內大部分時間，香港銀行同業隔夜拆息率都是

在流動資金調節機制借入及拆出息率的範圍內上落。一九九五年新股認購活動保持活躍²，不過由於認購款項又迅速回流銀行體系，因此並未引致銀行同業拆息率出現大幅波動。

跟隨美元利率下調的走勢，三個月期的香港銀行同業拆息率由一月中的8.5厘的高峰調低至年中的5.75厘，到年底時在6厘的水平企穩。自一月以來，三個月期的香港銀行同業拆息率與同期的歐洲美元存款利率的息差收窄，平均息差只有21個基點。

銀行同業短期利率的波動對長期利率亦造成影響；繼七月美國減息後，外匯基金票據和債券的收益率曲線向下調。舉例來說，五年期債券的收益率在一月十三日升上9.3厘的高峰，但很快便滑落，自六月以來在6.8厘至7.2厘之間企穩。五年期債券與相應的美國國庫債券的息差在一月中旬加大，但其後在一九九五年年底收窄至85個基點左右。以一九九五年十一月推出的七年期債券來說，年底時的收益

率差距為102個基點。

零售利率的走勢大致上追隨銀行同業市場利率，受利率規則³規管的儲蓄存款利率和定期存款利率在二月上升50個基點。繼十二月美國減息後，這兩種利率相應下調25個基點，各主要銀行所報的最優惠貸款利率亦作出相同的調節。年底時，儲蓄存款利率為4厘，最優惠貸款利率則為8.75厘，較一九九四年底的水平高25個基點。

法律體制的現代化

健全的法律體制是金融體系的重要部分。一九九五年，金融管理局修訂了外匯基金條例和銀行紙幣發行條例，使到這兩項條例更切合現今的情況。修訂外匯基金條例，是為了給「會計安排」提供法例上的依據，以及便利香港採用新的銀行同業支付系統⁴。同時，亦借此機會擴大外匯基金的投資範圍，以協助對外匯基金的審慎管理。此外，亦對管理外匯基金的權力作出修訂，將原屬於英國國務大臣的權力移交予財政司。

修訂銀行紙幣發行條例，是為了就發行港元紙幣提供一套完全符合聯合聲明和基本法規定的法律架構。

¹ 港滙指數可衡量港元整體滙價。一九九五年人民幣、美元、日圓、新台幣、馬克及其他貨幣的相對權數為32.2%、17.6%、12.8%、9.5%、4.4%及23.5%。

² 一九九五年共有二十六隻新股在香港聯合交易所上市，涉及的認購款項總額約達76億元。

³ 第一階段放寬利率管制措施在一九九四年十月開始實施，第二階段在一九九五年一月實行，第三階段在一九九五年十一月實行。第三階段放寬利率管制措施生效後，七日或以上期限的定期存款利率管制均已解除。有關解除利率管制措施的實施詳情載於本年報「銀行業的發展」一章內。

⁴ 新的銀行同業支付系統詳情在本年報「市場基礎設施的發展」一章內有所論述。